ندوة (الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم)
المنعقدة في جامعة الملك عبد العزيز في جدة
خلال الفترة: ١٠ – ١٤٣١/٠٦/١٢هـ الموافق ٢٤- ٢٠١٠/٠٥/٢٦م
بالتعاون مع مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي،
والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية

الوظائف الاقتصادية للصكوك
نظرة مقاصدية

إعداد
أ.د.عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي
الباحث بمركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي

هدف البحث:

يهدف البحث إلى تحليل طبيعة الصكوك التي يتم تداولها في الأسواق العالمية والوظائف الاقتصادية لها،وتحليل الطرق والوسائل التي أتبعها المهندسون الماليون والفقهاء في تركيب وهندسة الصكوك لتتوافق مع المتطلبات الشرعية مع شرح التباين والفجوة بين ألفاظ ومباني الصكوك الإسلامية المتداولة (التعريف والتقعيد النظري لها) ومقاصدها ومعانيها(هيكلها التطبيقي وما يفضي إليه من آثار)،

المقدمة:

هناك حاجة إلى تعريف علمي للمصطلحات المالية المستخدمة في عمليات التصكيك وتحديد ها حتي يمكن وضع تصور صحيح يكون أساسا للحكم عليها لأن الحكم على الشيء جزء من تصوره .

الأصول المالية[1]:

الأصل: هو كل ما يمكن تملكه وله قيمة تبادلية ،ويمكن تقسيم الأصول إلى أصل ملموس(محسوس) وهو الذي تعتمد قيمته على صفاته المادية المحددة، مثال ذلك ألأرض والمباني والمعدات .أما الأصل الغير ملموس فهو يمثل حقوق قانونية(legal claim) لمنافع مستقبلية وقيمته ليس لها علاقة بالشكل المادي الذي يسجل به الحقوق والذي قد يكون ورقة أو سجلا . الأصول المالية والأدوات المالية والسندات أو الأوراق المالية (security) هي أصول غير ملموسة أيضا ، والمنافع المستقبلية لها هي الحقوق النقدية المستقبلة.

المصدر للأوراق المالية:

هي الجهة التي تلزم بدفع النقد المستقبلي، **المستثمر**: هو الذي يمتلك الأوراق المالية .

السهم في الشركات العامة وحقوق مالكه:

في الأدبيات الفقهية غالبا ما يعطى مالك السهم في الشركات العامة حقوق الشريك في عقد المشاركة أو في شركة العنان باعتباره يملك حصة مشاعة في أصول الشركة أعيانا ومنافع، وهذا تصور غير صحيح لأن مالك السهم في الشركات العامة يعتبر شريك خامل، أقصى دور له هو حضور جلسات الجمعية العمومية والتصويت في انتخاب مجلس الإدارة وإقرار الحسابات الختامية والميزانيات القادمة للشركة،وحتى هذا الحق قليل من يمارسه إذا إن غالبية صغار الملاك لأسهم الشركة يشترون الأسهم بقصد بيعها أذا أرتفع سعرها أو توقع انخفاض سعرها في المستقبل، ومن يمتلكون القرار في الشركة ويوجهونه

[1] Fabozzi,Frank J.(1995),Investment Management, Prentice Hall International, P.P.12-13

لصالحهم هم أعضاء مجالس الإدارة وهم في الغالب من يمتلك أو يستطيع التأثير على نسبة كبيرة من أسهم الشركة ليضمن عضويته في مجلس الإدارة .أما صغار الملاك للأسهم فأهم حقوقهم محددة في التالي:

١- اقتسام الربح إذا وجد مع المساهمين الآخرين بعد دفع الحقوق المترتبة على أدوات الدين و تجنيب الاحتياطيات المختلفة.

٢- المساهمة في توجيه نشاط الشركة ومراقبته خلال الجمعية العمومية.

٣- الحصول على نصيبه في موجودات الشركة إذا وجدت في حال تصفيتها.

٤- ممارسة حقه في نقل حقوقه في الشركة بعوض أو بغير عوض للآخرين.

ويلاحظ أن مالك السهم لا يملك أصول الشركة إذ إن حقوق المقرضين في هذه الأصول مقدمة على حقوقه وتزداد حقوق المقرضين في أصول الشركة بزيادة الرافعة المالية، أي نسبة القروض إلى حقوق الملكية والتي قد تصل في البنوك إلى أكثر من٩٢٪ وقد أظهرت الأزمة المالية الأخير أن بعض المؤسسات المالية وصلت حجم القروض فيها إلى ٦٠ ضعفا من رأس المال ، كما أن مالك السهم ليس ملزم بخصوم الشركة التي يمتلك سهمها ومسؤوليته محدودة بمساهمته في رأس المال الذي أكتتب فيه فلا يرجع إليه في حالة تجاوز مديونية الشركة رأسمالها ، فعلية فلا يمكن اعتبار مالك السهم أنه يمتلك حقوق وخصوم الشركة ملكية مشاعة، ، وعليه لا يمكن تخريج "المحل المتعاقد عليه في بيع السهم" بأنه الحصة الشائعة في أصول الشركة كما ورد في قرار المجمع الفقهي الإسلامي الدولي الذي نص بأنه"هو الحصة الشائعة، في أصول الشركة وشهادة السهم عبارة عن وثيقة للحق في تلك الحصة"[١]، و يكون هذا التخريج غير صحيح.وهذا التخريج ينطبق فقط على حصة الشريك في عقد المشاركة والذي تكون أصول الشركة وخصومها ملك مشاعا بين جميع الشركاء وينطبق أيضا على التعريف لشركة العنان(الاجتماع في استحقاق أو تصرف)[٢] ، و التي توصف (بأن يشترك رجلان بماليهما على أن يعملا فيها بأبدانهما والربح بينهما)[٣] والحقوق والالتزامات للشريك تختلف في شركة العنان عن الشركة المساهمة وبذلك لا تنطبق أحكام شركة العنان على الشركة المساهمة.

التصكيك البسيط والتصكيك المهيكل

أولا:التصكيك البسيط :

السندات(الصكوك) لغة جمع(صك) سند ويراد به : وثيقة بمال أو نحوه،والسند والصك والورقة المالية كلها بمعنى واحد في الاستعمال ،أما اصطلاحا، يلاحظ أن كلمة

---

1 - مجمع الفقه الإسلامي العالمي في دورة مؤتمره السابعة (١٤١٢هـ ١٩٩٢م).

2 ابن قدامة،أبي محمد(د.ت)المغني على مختصر المقنع،دار الكتاب العربي،بيروت،١٠٩/٥

3 ابن قدامة،أبي محمد(د.ت)المغني على مختصر المقنع،دار الكتاب العربي،بيروت ١٢٤/٥

التصكيك والتوريق والتسنيد تستعمل كمفردات لمسمى واحد ، أي تشير إلى نفس المعنى. إلا أن مصطلح الصكوك يستخدم ليعني الأوراق المالية الخاصة بالاستثمار الإسلامي الذي ينسجم مع أصول وأحكام الشريعة الغراء. وأما التوريق أو التسنيد فتستخدم للأوراق المالية الخاص بالاستثمار التقليدي .

ويعني التسنيد تحويل الأصول المصدرة من قبل البنك(القروض) إلى أوراق مالية ،وهي معروفة قديما ، فشهادات الإيداع(CD)و الأوراق المالية (paper Commercial) والسندات الرديئة(Junk bonds) صور من التسنيد وهي وسيلة للحصول على التمويل ، إذ إن من يحتاج إلى تمويل لديه أسلوبين للحصول على تمويل خارجي لمشروعاته ،أما أن يحصل على التمويل من قبل مؤسسات الوساطة المالية وهم البنوك التجارية أو مؤسسات التمويل الأخرى ،أو اللجوء إلى سوق المال (الأولي) للحصول على التمويل المطلوب ،ويتم ذلك بالاستعانة ببنوك الاستثمار بطرح التمويل المطلوب في شكل صكوك(securities) في سوق المال في طرح عام أو خاص، ويمكن التميز بين الأدوات المالية التالية للحصول على التمويل المطلوب:

١- أدوات الدين(instruments Debt):وهي الأدوات التي يترتب عليها حقوق مالية ثابتة ، حيث يوافق المصدر لها على دفع فوائد دورية خلال الأجل المتفق عليه للمستثمر ثم يتم دفع أصل الدين ،وأهم هذه الأدوات، سندات الدين

٢- حقوق الملكية(equities): وهي أدوات يلتزم فيها المصدر لها بالدفع لحاملها مبلغ من المال يعتمد على الإيرادات المحصلة إذا وجدت ، وذلك بعد دفع الحقوق المترتبة على أدوات الدين، وأهم حقوق الملكية ، أسهم الشركات العامة و هي (صكوك متساوية القيمة عند إصدارها ، قابلة للتداول بالطرق التجارية، ويتمثل فيها حق المساهم في رأس مال الشركة التي ساهم فيها وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه)[1].

٣- الأدوات ذات العائد الثابت: وهي أدوات بين أدوات الدين(القروض) وبين حقوق الملكية مثل الأسهم الممتازة والتي تحصل على عائد ثابت ولكن بعد حصول أصحاب أدوات الدين على حقوقهم، وكذلك السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، ويمكن كل الأدوات السابقة التقليدية تداولها في الأسواق الثانوية .

مزايا التصكيك [2]:

١) التصكيك يساعد على تحويل الأصول غير السائلة والتي تكون في شكل قروض إلى أصول تتصف بالسيولة العالية ذلك بتداولها في السوق الثانوية.

---

[1] أبو زيد رضوان(١٩٧٨)، الشركات التجارية في القانون الكويتي المقارن، دار الفكر العربي ، القاهرة، ط١، ص ٤٠٣

[2] Bryan,Lawell(1992),Structured Securitized Credit :A superior Technology for lending, New Development in commercial Banking Ed.Donald Chew,BlackWell, P.P. 63-69

٢) خفض تكلفة التمويل والمخاطر وذلك لأن لانخفاض درجة المخاطر للصكوك(للسندات) نظرا لكون السندات مضمونة بضمانات عالية وذلك لتحسين جدارتها الائتمانية يؤدي وهذا إلى تخفيض تكلفة التمويل

٣) تنشيط سوق المال وتعميقه من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة وتنويع الأدوات المالية المعروض فيها من الأوراق المالية وتنشيط سوق تداول السندات.

٤) الصكوك(السندات) أيضا تمكن تمويل النشاطات الاقتصادية الضخمة وجذب مدخرات جديدة قد لا تقدر عليه الجهات التمويلية بانفرادهم.

٥) المواءمة بين آجال التمويل أي مصادر واستخدامات الأموال، فعملية التصكيك (التسنيد) تجل اجل الصكوك حو الوقت التي تتوقع فيه الشركة الحصول على إيرادات،وهذا يقلل من السيولة اللازمة لسداد ديون الشركة المصدرة لها في الأجل القصير.

٦) أما بالنسبة للبنوك فأن تسنيد ديونها وإصدار شهادات إيداع (CD) يؤدي :

١- تحسين معدل كفاية رأس المال في ظل معايير بازل ٢ لأن بيع ديونها سوف يقلل من احتياجها لزيادة مخصصات المخاطر لتلك الديون

٢- تحسين المواءمة بين آجال الأصول والالتزامات وذلك لأن البنك ليس مضطرا لتطفئة السندات قبل حلول آجالها

٣- الحصول على موارد مالية من خارج النظام المصرفي واللازمة لمنح قروض جديدة

٤- خفض تكلفة التمويل للمصدر للسندات وزيادة العائد على الاستثمار للمستثمر وتنويع مصادره

التصكيك الإسلامي البسيط:

لا يختلف التصكيك الإسلامي عن التقليدي في كونه وسيلة لحصول على التمويل من سوق المال بدلا من مؤسسات التمويل الإسلامي،ونتج عنها صكوكا ، وهي تمثل حصصاً متساوية في ملكية المال الممول

ويمكن التميز بين الأدوات المالية التالية للحصول على التمويل المطلوب:

أ- أدوات الدين(Debt instruments):وهي الأدوات التي يترتب عليها حقوق مالية ثابتة ومضمونة ،حيث يوافق المصدر لها دفع أرباح دورية خلال الأجل المتفق عليه للمستثمر ثم يتم دفع أصل التمويل ،أو دفعها وجزء من قيمة التمويل على دفعات دورية خلال الأجل المتفق عليه ،وقد صممت هذه الأدوات حتى لا تتعرض للمخاطر التشغيلية إذ

لا تشارك في أرباح أو خسائر المشروع الممول وتتعرض لمخاطر عدم السداد مثل أي أدوات دين وأهم هذه الأدوات:

١- الصكوك الصادرة على أساس عقد بيع المرابحة

٢- الصكوك الصادرة على أساس عقد السلم

٣- الصكوك الصادرة على أساس عقد الاستصناع

٤- الصكوك الصادرة على أساس عقد الإجارة التمويلية

إن جميع أدوات الدين السابقة لا يمكن تداولها في الأسواق المالية لأنها تمثل ديون في الذمة وتعتبر من بيع الكالئ بالكالئ وهو من البيوع الممنوعة عند جمهور العلماء

ب- حقوق الملكية(equities): وهي أدوات تمثل حصص متساوية وتشارك في أرباح المشروع في حالة تحققها بالنسب المتفق عليها وتتحمل الخسائر بنسبة مساهمتها في رأس مال المشروع وتتعرض هذه الأدوات للمخاطر التشغيلية وأهم هذه الأدوات:

١- الصكوك الصادرة على أساس عقود المشاركات

٢- الصكوك الصادرة على أساس المضاربة

٣- الصكوك الصادرة على أساس المزارعة

٤- الصكوك الصادرة على أساس المساقاة

٥- الصكوك الصادرة على أساس المغارسة

ويحكم إصدار وتداول حقوق الملكية قرار المجمع رقم ٣٠(٤/٥) الصادر في ١٩٨٨/٢/١١ والمتضمن شرحاً مطولاً حول السندات (أنظر الملحق أ)

ثانيا: تصكيك الائتمان المهيكل(Structured Credit Securitization):

التسنيد أو التصكيك المهيكل للائتمان والذي يعتبر بحق(تكنولوجيا متطورة للإقراض) .والذي يتضمن تجميع وإعادة تشكيل قروض صغيرة متجانسة وذات جودة عالية إلى أصول مالية قابلة للتسويق والتداول، وأهم ما يميز التصكيك المهيكل هو تفتيت مخاطر الإقراض وتحميلها للمتخصص والراغب في تحملها .

في نظام الاقراض التقليدي يقوم المقرض بكل عمليات القرض ،فهو الذي يقوم بتقديم القرض وهيكلته زمنيا وتحمل مخاطر عدم السداد ، وتوفير مبلغ القرض والقيام بتحصيل أصل القرض والفوائد ، بينما في التسنيد المهيكل للائتمان تتخصص مؤسسات مختلفة في كل مرحلة من مراحل التسنيد ،فمؤسسة تقوم بتقديم القرض وأخرى تقوم بهيكلته في شكل أوراق وأخري تقوم بالتأمين على القرض وأخرى تقوم بتسويقه على

المستثمرين وبيعه وشراؤه في السوق الثانوية وأخرى تقوم بتحصيل أصل الدين والفوائد عليه والتخصص في المراحل المختلفة يؤدي الكفاءة وتخفيض التكاليف.[1] واختصارا يمكن أن نطلق على التسنيد المهيكل للائتمان (تسنيد الائتمان).

تحليل عمليات التسنيد المهيكل للسندات الائتمان المدعومة صول((ABC):

إن الصكوك أو السندات الناتجة عن الائتمان المهيكل بدرجة من التعقيد بحيث يصعب على مصدر السند أو المستثمر تقيمه لذلك يصبح دور شركات التصنيف وتقيمها لمخاطر الصك هو الأساس لتسعير الصك.

يبني التسنيد (التصكيك) على عدة عمليات تهدف في مجملها إلى عزل مالك السند(المستثمر) عن مخاطر الائتمان لفوائد السندات(عدم سداد الفوائد في وقتها من قبل المصدر) والمخاطر الائتمانية لمصدر السند(عم دفع قيمة السند في أجله) وحتى يمكن حصول السند على تصنيف عالي من شركات التصنيف وهي كالتالي:

١- الرهون (Collaterals):

وتتبع أهمية جودة الرهون من إنها تؤثر على التدفقات النقدية للسندات وما يكتنفها من مخاطر عدم السداد(المخاطر الائتمانية) والتي تعتمد على الجدارة الائتمانية لمصدر السندات وعلى جودة الرهون وعلى التوزيع السكاني للمقترضين والذي تشكل قروضهم رهون السندات وعلى معايير اختيار مجمع القروض المشكلة للرهن، وبناء على المخاطر الائتمانية يتقرر مستوي التحسين للجدارة الائتمانية اللازمة لعزل مالك السند(المستثمر) عن مخاطر عدم السداد ،

٢- هيكلة السندات:

تصمم السندات المدعومة(ABS) (Assets back securities) بحيث تعزل عوائد القروض المستخدمة كرهون من ائتمان المصدر للسندات كما تحمي مالك السند (المستثمر) من انخفاض قيمة تلك الرهون وذلك ببيع مجمع القروض والمستخدمة كرهن للسندات وفوائدها كعائد للسندات، إلى كيان قانوني يمسى(الوسيلة ذات الغرض الخاص)(SPV or SPC),والذي قد يكون الصندوق الضامن (grantor trust)،وهو كيان قانوني مملوك للمصدر ولكن لهه ذمة مالية منفصلة وبذل لن تؤثر الحالة المالية للمصدر ولا حتى إفلاسه على الجودة الائتمانية للسندات ،و هناك طريقتين لهيكلة السندات وهي هيكلة التمرير وهيكلة الدفع.

هيكلة التمرير(Pass-through structure):

تباع المتحصلات(receivable)،وهي الفوائد ومدفوعات أصل الدين لمجمع القروض المختارة على المؤسسة ذات الغرض الخاص(SPV)،والتي تقوم بتصكيكها

[1] Bryan,Lawell(1992),Structured Securitized Credit :A superior Technology for lending, New Development in commercial Banking Ed.Donald Chew,BlackWell, P.P. 55-57

وبيعها للمستثمر،ويشترى المستثمر السند والممثل لحصة تمثل نسبة مشاعة من موجدات هذه المؤسسة يحق له بموجبها نسبة مماثلة في المتحصلات، ودور المؤسسة هو تحويل تلك المتحصلات إلى حامل السند كما هي ويتحمل حملة الصكوك أية زيادة أو نقص في المتحصلات أو في قيمة تلك الأصول فلا تخضع هذه المتحصلات إلى الضريبة.والسندات المتولدة من هذه العملية تسمى السندات المدعومة بأصول((Asset- securities) Back

هيكلة الدفع(Pay- through structure):

فيحول المصدر أو المالك للأصول المتحصلات من تلك الأصول إلى المؤسسة ذات الغرض الخاص والتي تصدر بها سندات مضمون بالمتحصلات من تلك الأصول ،والمؤسسة ذات الغرض الخاص قد تكون مؤسسة ذات غرض وحيد ذات كيان قانوني مستقل ولكن تابعة للمصدر أو تابعة للمؤسسة الضامنة،وفي هذه الطريقة لا يملك حامل السند حصة مشاعة في مجمع الأصول وإنما تستخدم الأصول لضمان حصول المستثمر على المتحصلات المتوقعة، وحيث أنه في هذه الطريقة يمكن للمؤسسة ذات الغرض الخاص إدارة تلك المتحصلات فلا يشترط في العوائد المدفوعة أن تكون مربوطة مباشرة بمتحصلات الرهون ،وعلية قد تكون المدفوعات على السندات تختلف في آجالها وفي مددها الزمني عن متحصلات الرهون، وتمنح طريقة (هيكلة الدفع) للمصدر مرونة كبيرة وتعطيه الميزات التالية:١- تسنيد الرهون بسعر فائدة اقل من الفائدة السوقية،٢- هيكلة المدفوعات على السندات بفئات مختلفة الآجال وبأسعار فائدة مختلفة ،٣- تجنب مخاطر الدفع المبكر للديون محل الرهن وتسمى الأصول المتولدة منها السندات القائمة على الأصول (Asset-Based securities)

٣- تحسين الجدارة الائتمانية(Credit Enhancement) :

أن المخاطر الأساسية للسندات المهيكلة هي المخاطر الائتمانية ،فيجب أن لا توجد مخاطر غيرها وإذا وجدت يجب أن تزال خلال عمليات الهيكلة ، وحتى المخاطر الائتمانية للمصدر يجب أن يعزل عنها المستثمر من خلال عمليات تحسين الجدارة الائتمانية ، ويتوقف مستوى التحسينات الائتمانية اللازمة على نسبة النكول أو عدم الدفع المتوقعة على الديون موضع الرهن وعلى طبيعة الهيكلة للسندات ، والجدارة الائتمانية للمصدر للصكوك سوف لن توثر على الجدارة الائتمانية للصكوك، وتقوم شركات التصنيف بتصنيف الجدارة الائتمانية للسندات والتي تتأثر بنسبة عدم الدفع للديون المجمعة تاريخيا وعلى المعايير التي استخدمت في تجميع تلك الديون، ويمكن التمييز بين ثلاث أنواع من التحسينات الائتمانية وهي:

١- خطاب ضمان(LOC) من قبل بنك تجاري والذي يغطي القيمة الأساسية للسندات المصدرة أو نسبة من الخسارة في تلك السندات وغالبا ما يكون الضمان مربوط

بأصول محددة للبنك فلا يرجع للبنك في حالة عدم كفايتها ، وخطاب الضمان هو النمط السائد لتحسين الجدارة الائتمانية للصكوك لعزل المستثمر عن المخاطر الائتمانية لمجمع القروض

٢- السندات المضمونة(Surety Bond)، ويكون ضمانها بشراء تأمين لعدم السداد لمجمع الديون وهو أكثر كلفة

٣- التحسين الداخلي للجدارة الائتمانية وذلك بمنح حملة السندات حقوق أفضلية عن بقية الغرماء للشركة

صكوك الائتمان الإسلامي المهيكل:

تتجه المصرفية الإسلامية إلى أن تكون "مصرفية تقليدية مشرعنة" أي ان كل ما قدمته هو منتجات تحاكي المنتجات التقليدية جرى إعادة هيكلة العلاقات التعاقدية بين أطرافها بمسميات العقود الشرعية حتى تكون من الناحية الشكلية موافقة للمقتضى الشرعي وتحقق في نفس الوقت أهداف المنتجات التقليدية ،وتحرص على استخدام المسميات الشرعية للعقود على الرغم من أنها لا تحقق أهداف تلك العقود ،وذلك حتى تخلق لها سوق منفصل تبتعد فيه عن منافسة المنتجات التقليدية لها.وقد نجحت في ذلك بشكل كبير في الصكوك إذ خلقت سوق عالمية متنامية للصكوك الإسلامية .

إن الصكوك الإسلامية المركبة للائتمان الإسلامي لا تختلف في أهدافها عن الصكوك أو السندات التقليدية المركبة فهي تهدف إلى خلق أدوات دين لا يحمل مالكها(المستثمر) أيه أخطار سوى الأخطار الائتمانية(عدم دفع الفائدة أو أصل الدين في أجلة)،ويتم تحسين الجدارة الائتمانية للسند بضمانه بأصول و عزل ملكية تلك الأصول عن مصدر تلك الصكوك، و هيكلة الصكوك الإسلامية أكثر تعقيدا من التقليدية وذلك أنها تعتمد على تركيب عدة عقود شرعية تفرغ من أهدافها لنتج عقد دين مضمون أصله وعوائده وذو عائد ثابت وقابل للتداول ويعتمد سعر تداوله على تحرك سعر الفائدة السوقي ،إن إنتاج صك مظهره إسلامي ومخبره تقليدي أقتضى تجميع جهود كبيرة من المهندسين الماليين والمهندسين الفقهين واستحضار عدد كبير من قواعد الهندسة المالية والفقهية، لذلك اشتكت المؤسسات المالية الغربية من ارتفاع تكلفة الهندسة المالية الفقهية .

الابتكار والهندسة المالية الفقهية في الصكوك:

يكون الابتكار المالي استجابة لقيود تعوق تحقيق أهداف المؤسسة المالية مثل هدف زيادة الأرباح أو زيادة السيولة أو تخفيض المخاطر، قد تكون هذه القيود قانونية أو شرعية أو اجتماعية أو تقنية أو غيرها ،والرغبة في تجاوز هذه القيود هي الدافع الأساسي

للابتكار[1]،وقد كانت الضوابط الشرعية للمعاملات المالية هي القيود التي واجهت الصناعة المصرفية الإسلامية في خلق منتج إسلامي يكون من أدوات الدين ويكون فيه ميزات وفوائد ووظائف السندات المهيكلة ،فكان لا بد من استخدام الهندسة المالية الفقهية في تجاوز بعض القواعد والشروط الفقهية المستقرة مثل قاعدة(الغنم بالغرم)،وحكم عدم جواز خصم الدين وبيع الدين بالدين وضمان رأس المال في الشركة وضمان الربح وتحديده في الشركة،تضمين المستأجر العين المستأجرة،البيع مع وعد بالشراء بالقيمة الأسمية،الصورية في العقود ، العينة في التأجير.

والهندسة المالية الفقهية هنا تعني:**(تصميم وتطوير أدوات وآليات مالية مبتكرة أو تركيب أو تفكيك عقود شرعية لصياغة حلول أبداعية لمشاكل التمويل،ويشترط لصحتها عدم تعارضها مع نص شرعي أو قاعدة فقهية أو المقاصد الشرعية أو اجماع فقهي، وأن تكون الوسائل المستخدمة والأهداف المنشودة معا لا تتعارض من الشريعة الإسلامية)** ،فإذا تحققت هذه الشروط يكون مخرجات الهندسة المالية الفقهية مخارج فقهية، وإلا كانت حيل فقهية ممقوتة

تطبيقات الهندسة المالية الفقهية في الصكوك:

التصكيك المهيكل للائتمان الإسلامي يعتبر بحق(تكنولوجيا متطورة للإقراض) .والذي يتضمن تجميع وإعادة تشكيل ائتمان إسلامي (قروض)متجانسة وذات جودة عالية إلى أصول مالية قابلة للتسويق والتداول،وأهم ما يميز التصكيك المهيكل هو تفتيت مخاطر الاقراض وتحميلها للمتخصص والراغب في تحملها .والصكوك يجب أن تكون صكوك مديونية ولا تكون صكوك ملكية وإلا خرجت من فئة الصكوك إلى فئة الأسهم التي تتعرض قيمتها وعوائدها إلى المخاطر السوقية ،بينما يجب أن تقتصر مخاطر الصكوك على المخاطر الائتمانية .

والمشكلة التي تصدت لها الهندسة المالية الفقهية هي: لكي يكون لدينا سوقا عالميا للصكوك الإسلامية يتم فيه توظيف الأموال الإسلامية في أدوات مالية يمكن أن تتداول في أسواق المال العالمية يجب أن تتوفر في الصك المواصفات التالية :

١- أن يكون صك مديونية وليس صك مكية

٢- أن يكون العائد ثابتا أو أن يكون معوما ولكن مربوط بمؤشر معروف مثل الليبور

٣- يتعرض فقط للمخاطر الائتمانية وتعزل عنه بقية المخاطر مثل الخطر السوقي،

[1] رضوان،سمير(٢٠٠٥)،المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر،ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها،دار النشر للجامعات،بيروت،ص.ص.٧٦- ٩٣

٤- ويكون قابل للتداول على الرغم من أنه صك مديونية ،

٥- وأن لا يتأثر بالمخاطر الائتمانية للمصدر ،

٦- وأن لا يتأثر بإفلاس المصدر للصك،

٧- وفوق ذلك أن يكون متوافقا مع الضوابط الشرعية.

أن توفير الشرط السابقة في الصك والتي يستحيل توفرها استوجب مجهود وفكر مالي وفقهي خلاق وتكاليف مادية باهظة في هندسة الصك الإسلامي وكانت حلولهم في الأتي:

١- استخدمت عقود التمويل المبنية على عقود البيوع الآجلة والتي تنتج مديونية وذات عائد ثابت أو يمكن تثبيته مثل المرابحة والاستصناع والسلم والتأجير في خلق أصول وتصكيكها ، ولكن كان الأفضل من بينها عقد التمويل ألتأجيري لأن الاعتراض على تدول مديونية صكوك التأجير أقل من غيرها على الرغم من أن البعض يعتبرها عقد عينة في التأجير[١] ، ومن الوسائل المستخدمة لتثبيت العائدة للأصول التي قد تتقلب عوائدها ،أن ينص العقد على أن أية زيادة في عوائد الأصول المتوقع ارتفاع عوائدها وتكون موضع الرهن عن النسبة المتفق عليها تكون من نصيب المصدر، أما إذا كان هناك توقع لتذبذب العوائد فيكون هناك حساب مخصص تودع فيه الزيادة وتجبر منه النقصان[٢]

٢- استخدمت الرهون في الصكوك الإسلامية كما هي في السندات التقليدية كضمان للصك من تعثر المصدر للصك في دفع الفوائد أو قيمة الصك عند حلولها ،فتدفع الفوائد من متحصلات (receivable) الأصل موضع الرهن أو تكون الفوائد بمعزل عن المتحصلات ولكن ترهن المتحصلات لصالح الفوائد ،وكانت الرهون في الصك الإسلامي بمسمى بيع وكان بيعا شكليا(أو بيع عينة) لأن المصدر يجب أن يلتزم بشراء الأصل بقيمته الاسمية وليس السوقية حتى لا يتعرض المستثمر للخطر السوقي في تقلب قيمة الأصل موضع الرهن ،وسمي التعهد بإعادة شراء الأصل بمسمى فقهي(الوعد الملزم بإعادة الشراء) وأخرج بفقهيات إلزامية الوعد

٣- من الشروط التي يجب أن تتوفر في الصك أن تعزل قيمة الصك عن مخاطر إفلاس المصدر لها ، وذلك بخلق وحدة ذات غرض خاص (SPV) يملكها المصدر للصك، تنقل اليها الرهونات موضع ضمان الصكوك المصدرة ، ففي حالة افلاسه لن يتمكن

---

1 الجارجي،معبد ،عبد العظيم أبو زيد ،(١٤٣٠)، الصكوك: قضايا فقهية واقتصادية، الدورة التاسعة عشر ، الشارقة ،مجمع الفقه الإسلامي

2 القري، محمد علي(١٤٣٠)،الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، الدورة التاسعة عشر ، الشارقة ،مجمع الفقه الإسلامي

الدائنون للمصدر من الوصول إلى تلك الرهون، وقد استخدمت الوحدة ذات الغرض الخاص في إصدار الصكوك الإسلامية لنفس الغرض ولتحقيق غرض أخر وهو إثبات أن حملة الصكوك يملكون الأصول موضع الرهن ملكية مشاعة وبالتالي يكون تداول الصكوك هو تدول لأصول حقيقية وليس ديون ، وهذا غير صحيح ،لأن الملكية القانونية للأصول المرهونة لا تزال باسم المصدر لتلك الصكوك وله جميع حقوق المالك من البيع والهبة والتأجير، والنقل للملكية لهذه الأصول هو نقل صوري ولا يسجل في الدفاتر كما أن الوحدة ذات الغرض الخاص مملوكة للمصدر وتحت سيطرته

٤- أن الصك الإسلامي يجب أن يكون بديلا كاملا للسند الربوي حتى يمكن أن يتم تداوله في الأسواق المالية ،لذلك يجب أن يكون(العائد) الفائدة علية ثابته،وتتيح بعض عقود التمويل الإسلامي تثبيت العائد أو الفائدة على التمويل مثل المرابحة والتمويل التأجيري، وبعضها يمكن تثبيته كما في سعر إعادة الشراء للمنتج في عقد السلم والاستصناع

٥- ان الصكوك هي صكوك مديونية قابلة للتداول ولكي تكون قابلة للتداول يجب أن تصنف من قبل شركات التصنيف العالمية وشركات التصنيف لا تصنف الا المخاطر الائتمانية للصكوك المصدرة(أي قدرة المصدر على رد قيمة الصك وفوائده)، لذلك كان على المهندسون الماليون للصكوك الإسلامية التخلص من جميع المخاطر بمختلف الأساليب والحيل حتى يكون الصك الإسلامي قابل للتصنيف والتداول في أسواق المال العالمية ولتحقيق ذلك اتبعت الحيل التالية:

١- استخدام الوعد الملزم بإعادة الشراء (بيع الوفاء) في صكوك التأجير والتي الأصول فيها تباع إلى الوحدة ذات الغرض الخاص ثم تستأجر من قبل البائع لفترة محددة تم يعاد شرائها من قبل البائع، وفي صكوك السلم التي يتعهد البائع بشرائها بقيمتها الاسمية في الأجل المحدد وكذلك عقود الاستصناع

٢- في الأصول التي تؤمن من قبل شركات التأمين يضمن المصدر شركة التأمين فلا يتعرض الصك لمخاطر شركة التأمين ويقتصر على مخاطر المصدر للسند

الصكوك الإسلامية المهيكلة ألفاظها و مبانيها، ومقاصدها ومعانيها:

أولاً: الصكوك الصادرة على أساس عقد بيع الأصول المؤجرة أو الموعود باستئجارها:

الألفاظ والمباني:

مصدر الصك قد يكون بائعاً لمنفعة عين ملكها تبعاً لملكية العين، والمكتتبون في الصكوك مشترون لهذه المنفعة باستئجار العين، بقصد إعادة تأجيرها على غير مؤجرها ،

بـأجرة أعلـى، وتوزيـع هـذه الأجـرة علـى حملـة الـصكوك، وحـصيلة الـصكوك هـي أجـرة العين. وقد يـكون البنك هو مصدر هـذه الـصكوك إذا كـان هـو مالـك المنفعـة، وقـد يتـولى الإصدار وإدارته مقابل أجر أو عمولة على النحو السابق[1]

المقاصد والمعاني:

أ- مقـصد المـستثمر: شـراء صـك ذات أجـل محـدد بمبلـغ محـدد وعائـد محـدد،ومخاطر محددة بمخـاطر عـدم الوفـاء بقيمـة الـصك في أجلـة لكنهـا مـضمونة بملكيـة الأصـل موضع التصكيك

ب- مقصد المصدر: الحصول على سيولة لأصول ممولـة بعقـد تمويـل تـأجري أو تـصكيك تمويــل تــأجيري جديــد ،ونقــل مخــاطر عــدم الــسداد مــن المــصدر إلى حملــة الـصكوك(المستثمرين)

ج- الأداة التقليدية المراد شرعنتها: سند قرض بأجل ثابت وعائد ثابت ،يباع بخـصم ويـدفع في آجال متفق عليها

د- الوسيلة(المباني) : تأسيس وحدة ذات غرض خـاص(SPV) يمتلكهـا المـصدر(البنـك)، تبـاع بيعـا صـوريا ولـيس قانونيـا الأصـول موضـع التمويـل(مـثلا طـائرة اشـتريت مـن قبـل البنك وأجرت بإيجار منتهي بالتمليك على شـركة الخطـوط المحليـة بـسعر ثابـت وأجـل محدد وتكلفة تمويل ثابتة) إلى هـذه الوحـدة،تقوم الوحـدة بإصـدار صـكوك ذات قـيم متـساوية تمثـل ملكيـة مـشاعة في الأصـول محـل التمويل،ويحـدد أجـل الـصك والعائـد الثابت عليه والذي يمثل عائد التمويل التأجري

هـ- لتحـسين الجـدارة الائتمانيـة للـصك يقـوم المـصدر بـضمان العائـد علـى الـصك وضـمان شـراء الأصـل لـو تخلـف المتمـول (المـستأجر) عـن الـدفع بالتـالي سـوف تكـون مخـاطر الصك هو المخاطر الائتمانيـة للمـصدر للـصك، ،تقـوم شـركة تـصنيف بتقيـيم مخـاطر الـصكوك ووضـع تـصنيف محـدد يحـدد درجـة مخـاطر الـسند،فإذا كـان العائـد الثابـت على السند ملائم لدرجـة مخـاطر الـسند يـتم طـرح الـسند في الـسوق الأولـي أو في طـرح عام

ثانياً: الصكوك الصادرة على أساس عقد الإجارة:

الألفاظ والمعاني:

مصدر الـصك قد يكـون بائعاً لمنفعة موصوفة في الذمـة تـستوفى مـن عـين يلتـزم المـؤجر بتملكها وتسليمها للمستأجر في المستقبل، والمكتتبـون في الـصكوك مـشترون لهـذه المنفعـة بعقد إجارة في الذمة، بقصد إعادة تأجير العين التي تستوفى منها هذه المنفعة، بعـد قبـضها،

[1] حسان،حـسين حامـد(١٤٣٠)،الـصكوك الاسـتثمار الإسـلامي،الدورة التاسـعة عـشر ، الـشارقة ،مجمـع الفقـه الإسـلامي

أو قبل قبضها بإجارة موازية في الذمة، بأجرة أعلى توزع على حملة الصكوك، ويتولى البنك تنظيم الإصدار، وإدارته نيابة عن مالكي الصكوك، مقابل أجر[1].

المقاصد والمباني:

أ- هدف المستثمر: شراء صك ذات أجل محدد بمبلغ محدد وعائد محدد،ومخاطر محددة بمخاطر عدم الوفاء بقيمة الصك في أجلة لكنها مضمونة بملكية الأصل موضع التصكيك

ب- هدف المصدر: الحصول على سيولة لأصول بضمان أصول مملوكة للمصدر(قد يكون مبنى الإدارة العامة أو المصنع أ المطار أو الميناء البحري)،

ج- الأداة التقليدية المراد شرعنتها: سند قرض مضمون بأجل ثابت وعائد ثابت أو عائد معوم ومربوط بسعر فائدة معروف(الليبورمثلا) ، تدفع في آجال متفق عليها

د- الوسيلة : تأسيس وحدة ذات غرض خاص(SPV) يمتلكها المصدر، تحدد الأصول التي سوف تستخدم كضمان للتمويل،تؤجر الأصول موضع التمويل إلى هذه الوحدة بعقد إيجار طويل الأجل يدفع نقدا ويتعهد المصدر باستئجار الأصول من الوحدة بإيجار سنوي ،تقوم الوحدة بإصدار صكوك ذات قيم متساوية تمثل ملكية مشاعة في ملكية منافع الأصول محل التمويل،تقوم الوحدة بتأجير الأصول إلى المستأجر لفترات متتالية على المصدر بسعر إيجاري سنوي ثابت يساوي القيمة السنوية للإيجار الطويل الأجل مضاف اليه تكلفة التمويل(الفائدة) ، قد تربط تكلفة التمويل بسعر الفائدة السوقي ،ويستوفي الإيجار سنويا من المصدر وتقوم الوحدة ذات الغرض الخاص بتوزيعه على حملة الصكوك، من المصدر، ويحدد أجل الصك والعائد الثابت عليه والذي يمثل عائد التمويل التأجري،

هـ- لتحسين الجدارة الائتمانية للصك يتم التأمين على الأصول محل التمويل ويتعهد المصدر بضمان شركة التأمين وذلك لتكون مخاطر الصكوك هي المخاطر الائتمانية لمصدر هذه الصكوك وليس لشركة التأمين، تقوم شركة تصنيف بتقييم مخاطر الصكوك ووضع تصنيف محدد يحدد درجة مخاطر السند،فإذا كان العائد الثابت على السند ملائم لدرجة مخاطر السند يتم طرح السند في السوق الأولي أو في طرح عام

ثالثا الصكوك الصادرة على أساس بيع أصل ثم استئجاره ثم إعادة شرائه

الألفاظ والمباني:

مصدر الصك قد يكون بائعاً لعين ومستأجرها من المشتري لفترة محددة ويتعهد بإعادة شرائها من المشترى بعد انتهاء فتر ة الإيجار بالقيمة الاسمية أي بنفس قسمة البيع،

---

[1] مرجع سابق

والمكتتبون في الصكوك مشترون لهذه العين. بقصد الحصول على أجرتها، وتوزيع هذه الأجرة عليهم، وبعد أنتها فترة الإيجار يستردون قيمة العين المدفوعة وحصيلة إصدار الصكوك هي الثمن العين المباعة. والإيجار هو العائد على التمويل [1]

المقاصد والمباني:

أ‌- هدف المستثمر: شراء صك ذات أجل محدد بمبلغ محدد وعائد محدد،ومخطر محددة بمخاطر عدم الوفاء بقيمة الصك في أجلة لكنها مضمونة بملكية الأصل موضع التصكيك.

ب‌- هدف المصدر: الحصول على سيولة بضمان أصول مملوكة للمصدر(قد يكون مبنى الإدارة العامة أو المصنع أ المطار أو الميناء البحري)،

ج‌- الوسيلة : تأسيس وحدة ذات غرض خاص(SPV) يمتلكها المصدر، تحدد الأصول التي سوف تستخدم كضمان للتمويل،تباع الأصول موضع التمويل إلى هذه الوحدة نقدا ويتعهد المصدر باستئجار الأصول من الوحدة بإيجار سنوي ثابت أو مرتبط بسعر الفائدة السوقي لفترة محددة قد تكون عشرة سنوات ، ،كما يتعهد المصدر بشراء قيمة الأصل بقيمته الاسمية بعد انتهاء الفترة،تقوم الوحدة بعد تملكها للأصل بتأجيره على المصدر للفترة المتفق عليها ، ،تقوم الوحدة بإصدار صكوك ذات قيم متساوية تمثل ملكية مشاعة في ملكية الأصول محل التمويل،ومن إيرادات بيع تلك الصكوك ،تحصل الوحدة قيمة الأصل محل التمويل وتدفعه للمصدر ، وتقوم بعد ذلك بتحصيل الإيجار وتوزيعه على حملة الصكوك كعائد على الصك، وفي نهاة الفترة تقوم ببيع الأصل إلى المصدر بقيمته الاسمية وإرجاع قيمة الصكوك لحامليها

ج‌- الأداة التقليدية المراد شرعنتها: سند قرض بأجل ثابت وعائد ثابت ، ويدفع العائد(الفائدة) في آجال متفق عليها،وفي نهاية الفترة يدفع قسمة الصك

د‌- لتحسين الجدارة الائتمانية للصك يتم التأمين على الأصول محل التمويل ويتعهد المصدر بضمان شركة التأمين وذلك لتكون مخاطر الصكوك هي المخاطر الائتمانية لمصدر هذه الصكوك، تقوم شركة تصنيف بتقييم مخاطر الصكوك ووضع تصنيف محدد يحدد درجة مخاطر السند،فإذا كان العائد الثابت على السند ملائم لدرجة مخاطر السند يتم طرح السند في السوق الأولي أو في طرح عام

رابعا الصكوك الصادرة على أساس عقد السلم:

الألفاظ والمباني:

مصدر الصك قد يكون بائعاً لبضاعة السلم، وهي بضاعة موصوفة في الذمة يلتزم البائع بتسليمها لمشتريها في أجل محدد، في مقابل ثمن حال يدفع عند التعاقد أو بعده بثلاثة

[1] مرجع سابق

أيام على الأكثر، والمكتتبون في الصكوك مشترون لها بقصد الحصول على الربح الناتج عن إعادة بيعها بعد قبضها، أو عن بيع بضاعة بذات المواصفات بسلم مواز، تسلم بعد قبض بضاعة السلم، وحصيلة الصكوك هي ثمن بضاعة السلم[1].

المقاصد والمباني:

أ- هدف المستثمر: شراء صك ذات أجل محدد بمبلغ محدد وعائد محدد ،ومخاطر محددة بمخاطر عدم الوفاء للمصدر للصك بقيمة الصك في أجلة لكنها مضمونة بملكية الأصل موضع التصكيك

ب- هدف المصدر: الحصول على سيولة لأصول بضمان سلع مثلية يقوم المصدر بانتاجها أو يغلب الظن وجودها في السوق مثل البترول والنحاس والألمنيوم

ج- الوسيلة : تأسيس وحدة ذات غرض خاص(SPV) يمتلكها المصدر، تحدد كمية ونوعية السلع التي سوف تكون محل للتمويل، تباع السلعة محل التمويل سلما ،(أي استلام ثمنها نقد وتسلم السلع آجلا في زمن محدد) للوحدة ذات الغرض الخاص مع الوعد بشرائها بثمن محدد يكون أعلى من ثمن البيع وذلك في الأجل المحدد أو ترتبط الزيادة في السعر بسعر الفائدة في أجل التسليم، تقوم الوحدة ذات الغرض الخاص ببيع صكوك السلم ذات أجل ثابت وقيم متساوية وعائد ثابت أو متغيرة بتغير سعر الفائدة

د – في الأجل المحدد تستوفي الوحدة السلع محل عقد التمويل وتعيد بيعها للمصدر بالثمن المتفق علية و توزع على حملة الصكوك حصيلة ثمن بيع السلعة

هـ - تقوم شركة تصنيف بتقييم مخاطر الصكوك ووضع تصنيف محدد يحدد درجة مخاطر السند، وتكون مخاطر السندات في هذه الحالة هي المخاطر الائتمانية للمصدر، ومخاطر تغير سعر الفائدة في حالة العائد الثابت ،فإذا كان العائد الثابت على السند ملائم لدرجة مخاطر السند يتم طرح السند في السوق الأولي أو في طرح عام .

رابعاً: الصكوك الصادرة على أساس عقد الاستصناع:

الألفاظ والمباني:

مصدر الصك قد يكون مشترياً لعين مصنعة، وهي عين موصوفة في الذمة يلتزم بائعها بتصنيعها بمواد من عنده وتسليمها لمشتريها في أجل معلوم في مقابل ثمن يدفع عند التعاقد أو بعده في أجل محدد، والمكتتبون في الصكوك هم البائعون لهذه العين، بقصد تحقيق ربح، يتمثل في الفرق بين تكلفة تصنيع العين وثمن الاستصناع، وحصيلة الصكوك هي تكلفة تصنيع العين أو ثمن الاستصناع الموازي لها[2].

1 مرجع سابق
2 مرجع سابق

المقاصد والمعاني:

أ- هدف المستثمر: شراء صك ذات أجل محدد بمبلغ محدد وعائد محدد ،ومخاطر محددة بمخاطر عدم الوفاء بقيمة الصك في أجلة لكنها مضمونة بملكية الأصل موضع التصكيك

ب- هدف المصدر: الحصول على سيولة بضمان أصول تمثل مشروع يقوم المصدر بتمويله بعقد استصناع ،أو تمويله عن طريق طرحة للجمهور

ج- الوسيلة : تأسيس وحدة ذات غرض خاص(SPV) يمتلكها المصدر، يحدد المشروع الذي سوف يكون محل للتمويل،تحدد الاحتياجات التمويلية للمشروع وأجل التمويل، يباع المشروع محل التمويل استصناعا، (أي تمويل المصدر لبناء المشروع على أن يسدد قيمة التمويل وتكلفته في أجل أو آجال مستقبلية) للوحدة ذات الغرض الخاص بثمن يمثل القيمة النقدية أو القيمة الحالية للتمويل ،فتمتلك بذلك الوحدة ذات الغرض الخاص أصول التمويل وهي التدفقات النقدية منه مستقبلا، والمستصنع هو الذي يقوم بدفع تلك التدفقات حتى يمكنه تملك تلك الأصول، إذ يحتفظ الممول بملكية تلك الأصول كضمان للتمويل ،تقوم الوحدة بإصدار صكوك متساوية القيمة تمثل ملكية شائعة في التمويل وتقوم ببيعها على الجمهور،

د- لتحسين الجدارة الائتمانية لصكوك الاستصناع يقوم المصدر بضمان قيمة تلك الصكوك في أجل استحقاقها، أو يقوم بشراء تأمين ضد المخاطر الائتمانية للمستصنع ، فتدفع شركة التأمين أية مبالغ لا يقوم بدفعها المستصنع ولكن المصدر في هذه الحالة يقوم بضمان شركة التأمين .

د- تقوم شركة تصنيف بتقييم مخاطر الصكوك ووضع تصنيف محدد يحدد درجة مخاطر السند، وتكون مخاطر السندات في هذه الحالة هي المخاطر الائتمانية للمصدر

خامساً: الصكوك الصادرة على أساس عقد بيع المرابحة:

الألفاظ والمباني:

مصدر الصك قد يكون واعداً بشراء بضاعة مرابحة، ومشتر لها، بعد تملك البائع لهذه البضاعة وقبضه لها القبض الناقل للضمان، والمكتتبون في الصكوك هم البائعون لهذه البضاعة، بقصد الحصول على ربح، هو الفرق بين ثمن شراء البضاعة محل المرابحة نقداً وبيعها بالأجل، وحصيلة الصكوك هي تكلفة شراء البضاعة[1].

---

[1] مرجع سابق

المقاصد والمعاني:

أ- هدف المستثمر: شراء صك ذات أجل محدد بمبلغ محدد وعائد محدد ،ومخاطر محددة بمخاطر عدم الوفاء للمصدر للصك بقيمة الصك في أجلة لكنها مضمونة بملكية الأصل موضع التصكيك (ديون نشأت عن بيع بعقد مرابحة)

ب- هدف المصدر: الحصول على سيولة لأصول نشأت عن ديون عقود مرابحة ونقل مخاطر عدم السداد إلى المستثمر(مالك الصك)

ج- الوسيلة : تأسيس وحدة ذات غرض خاص(SPV) يمتلكها المصدر، تحدد مجمع عقود المرابحات التي يراد تسيلها وتباع هذه العقود إلى الوحدة ذات الغرض الخاص، التي تصدر بها صكوك تباع على المستثمرين،بقيمة أقل من القيمة الاسمية لعقود المرابحات والفرق يكون عائد الاستثمار في الصكوك أو الفائدة على الصكوك

د – في الأجل المحدد تستوفي الوحدة أقساط السلع محل عقد التمويل بالمرابحة وتوزعها على حملة الصكوك

هـ ولتحسين الجدارة الائتمانية للصكوك قد يقوم المصدر بضمان عدم سداد لعقود المرابحة وقد يؤمن علي تلك الديون لدي شركات تأمين ،تقوم شركة تصنيف بتقييم مخاطر الصكوك ووضع تصنيف محدد يحدد درجة مخاطر السند، وتكون مخاطر السندات في هذه الحالة هي المخاطر الائتمانية للمصدر، ومخاطر تغير سعر الفائدة في حالة العائد الثابت ،فإذا كان العائد الثابت على السند ملائم لدرجة مخاطر السند يتم طرح السند في السوق الأولي أو في طرح عام

أسباب انحراف مباني الصكوك الإسلامية عن معانيها:

١- أدى استخدام الهندسة المالية الفقهية إلى الاهتمام بالألفاظ والمباني لبناء هيكلية للصكوك، تحقق ظاهريا الشروط الشرعية للأدوات المالية وإهمال المقاصد من تلك الأدوات والتي قد تتعارض مع المقاصد الشرعية ، لعلهم قد اعتمدوا في ذلك على بعض الفقهاء، كالإمام الشافعي١، الذي يقول بتصحيح عقد بيع العينة باعتبار استيفاء عقد العينة لشروط البيع الظاهرة، والشافعي كما هو معلوم يصحح العقود باعتبار ظواهرها، لكنه لا يقول بحل، أو لا يملك أن يقول بحل ، ما كان الغرض منه غير شرعي، كالوصول إلى الحرام.كما حالة الصكوك التي هدفها أعادة تغليف السندات الربوية ،ويبدو الانحراف ظاهرا في الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق فيما تمثله تلك الصكوك ، فالتعريف الذي قرره المجمع الفقه الإسلامي للصك هو إصدار أوراق مالية قابلة للتداول مبنية على مشروع استثماري يدر دخلا.[٢]

1 . انظر بدائع الصنائع، الكاساني، (دار الكتاب العربي، بيروت، ط ٢، ١٩٨٢م): ١٩٨/٥- ١٩٩.
2 مجلة المجمع الفقه الإسلامي، العدد الخامسة عشر، الجزء الثاني، ١٤٢٥هـ/٢٠٠٤م، ص ٣٠٩

وكذلك التعريف عند هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية فهو وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.[1]

ولكن في التطبيق نجد أن الصكوك لا تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع إنما هي صكوك دين مدعومة بأصول(Asset-Back securities) أو قائمة على أصول(Asset-Base secutities) والأصول هي الأعيان والمنافع ،كما هو معروف أن الصكوك المدعومة هي التي تنتقل فيها ملكية الأعيان والمنافع من المصدر للصك إلى الوحدة ذات الغرض الخاص التي يملكها المصدر، ثم تصدر الوحدة بها صكوك تباع على المستثمر فبذلك يكون المستثمر يمتلك حصة مشاعة في هذه الأصول ولكن هذه الملكية ملكية صورية لم تعترف بها المحاكم كما في حالة إفلاس شركة ايست كمرون الأمريكية المصدرة لصكوك تمثل احتياطها من الغاز(Moody,s 2009)،أما الصكوك القائمة على الأصول فهي تنص على أن الأعيان والمنافع هي رهون لضمان فوائد السندات ولدفع قيمة السندات، وهذه الرهون لا تكون كافية لحماية المستثمر إذ أن المصدر يتعهد بشراء الأعيان بقيمتها الاسمية في نهاية أجل الصكوك ، ولكن في حالة إفلاسه سوف لن يكون قادرا على إعادة الشراء وينضم حملة الصكوك إلى الدائنين الآخرين في المطالبة بقيمة صكوكهم الاسمية

٢- الصيغ القانونية المعقدة للصكوك والتي تؤكد أنها صكوك دين لا تختلف عن السندات التقليدية و الفهم المحدود لها من قبل المتعاملين بها ومن قبل الهيئات الشرعية والمستثمرون والذين التبست عليهم المصطلحات و المسميات الفقهية التي استخدمت في ديباجة الإصدارات و التي أدت إلى الاعتقاد خطأ أن الهياكل الإسلامية في الصكوك تحميها من الفشل والإخفاق،كانت من أسباب الانحراف

٣- إن الصكوك الإسلامية يفترض أن تمثل ملكية مشاعة في أعيان أو منافع،ويتحمل مالك الصك غنم وغرم تلك الأعيان، فلا يتصور إخفاق للصكوك الإسلامية، فالإخفاق هو عدم قدرة المصدر للصك دفع الفوائد أو قيمة الصك في أجل حلوله، والصك الإسلامي يفترض أن لا يلتزم المصدر بدفع العوائد(الفوائد) ولا قيمة الصك، وإنما يعتمد ذلك على الإيرادات والقيمة السوقية للأعيان ،ولكن الإخفاقات المتكررة، وإعادة جدولة مديونية الصكوك تؤكد أنها ليست صكوك ملكية وإنما صكوك مديونية فكانت هناك فجوة كبيرة بين المباني والمعاني في الصكوك،

[1] هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، **المعايير الشرعية**، ٢٠٠٧، البند ٢ من المعيار الشرعي رقم ١٧

٤- وتعتبر اللجان الشرعية لهياكل الصكوك من الأسباب الرئيسة لهذا الانحراف، فحسب دراسة شركة (فند ات وورك الاستشارية)، أن هنا تركيز شديد في وظيفة المستشار الشرعي فقد شغل عشرة فقهاء ٤٦٪ من وظائف المستشارين الشرعيين للصكوك البالغة ٧٥٥ وظيفة ،و هذا التركيز المتمثل في قيام المستشار الشرعي بعضوية أكثر من ٣٤ هيئة شرعية لا يعطي المستشار الشرعي الوقت الكافي لدراسة الهيكلية المعقدة للصكوك وقد صاحب ذلك عدم الفهم من قبل بعض الشرعيون للهيكلية المعقدة بسبب عدم توفر الخلفية العلمية المتخصصة في التمويل وعمليات الأسواق المالية واعتمادهم على شرح الخبراء لهم في ذلك، بالإضافة إلى ميلهم إلى الأخذ بالرخص في هندسة تلك الصكوك فقهيا ،فكان الانحراف بين المباني والمعاني

ملحق (أ)

قرار رقم: ٣٠(٤/٥)

بشأن

سندات(صكوك) المقارضة وسندات(صكوك) الاستثمار

إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره الرابع بجدة في المملكة العربية السعودية من ١٨- ٢٣ جمادى الآخر ١٤٠٨هـ ، الموافق ٦- ١١ شباط (فبراير) ١٩٨٨م

بعد إطلاعه على الأبحاث المقدمة في موضوع سندات المقارضة وسندات الاستثمار، والتي كانت حصيلة الندوة التي أقامها المجمع بالتعاون مع المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية بتاريخ ٦- ٩ محرم ١٤٠٨هـ الموافق ٢- ٨ أيلول ١٩٨٧م تنفيذاً للقرار رقم (٣/١٠) المتخذ في الدورة الثالثة للمجمع وشارك فيها عدد من أعضاء المجمع وخبرائه وباحثي المعهد وغيره من المراكز العلمية والاقتصادية، وذلك للأهمية البالغة لهذا الموضوع وضرورة استكمال جميع جوانبه، للدور الفعال لهذه الصيغة في زيادة القدرات على تنمية الموارد العامة عن طريق اجتماع المال والعمل، وبعد استعراض التوصيات العشر التي انتهت إليها الندوة وغيرها، قرر ما يلي:

أولا: من حيث الصيغة المقبولة شرعاً لصكوك المقارضة:

١- سندات المقارضة هي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القرض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها بإعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه، بنسبة ملكية كل منهم فيه. ويفضل تسمية هذه الأداة الاستثمارية صكوك المقارضة.

٢- الصورة المقبولة شرعاً لسندات المقارضة بوجه عام لا بد أن تتوافر فيها العناصر التالية:

العنصر الأول:

أن يمثل الصك ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته.

وترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك في ملكه من بيع وهبه ورهن وإرث وغيرها، مع ملاحظة أن الصكوك تمثل رأس مال المضاربة.

العنصر الثاني:

يقوم العقد في صكوك المقارضة على أساس أن شروط التعاقد تحددها نشرة الإصدار وأن الإيجاب يعبر عنه الاكتتاب في هذه الصكوك، وأن القبول تعبر عنه موافقة الجهة المصدرة. ولابد أن تشتمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعاُ في عقد القراض (المضاربة) من حيث بيان معلومية رأس المال وتوزيع الربح مع بيان الشروط الخاصة بذلك الإصدار على أن تتفق جميع الشروط مع الأحكام الشرعية.

العنصر الثالث:

أن تكون صكوك المقارضة قابلة للتداول بعد إنتهاء الفترة المحددة للإكتتاب باعتبار ذلك مأذوناً فيه من المضارب عند نشوء السندات مع مراعاة الضوابط التالية:

أ- إذا كان مال القراض المتجمع بعد الإكتتاب وقبل المباشرة في العمل بالمال مايزال نقوداً فإن تداول صكوك المقارضة يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف.

ب- إذا أصبح مال القراض ديوناً تطبق على تداول صكوك المقارضة أحكام التعامل بالديون.

ج- إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك المقارضة وفقاً للسعر المتراضي عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعياناً ومنافع. أما إذا كان الغالب نقوداً أو ديوناً فتراعي في التداول الأحكام الشرعية التي ستبينها لائحة تفسيرية توضع وتعرض على المجمع في الدورة القادمة.

وفي جميع الأحوال يتعين تسجيل التداول أصولياً في سجلات الجهة المصدرة.

العنصر الرابع:

أن من يتلقى حصيلة الاكتتاب في الصكوك لاستثمارها وإقامة المشروع بها هو المضارب، أي عامل المضاربة، ولا يملك من المشروع إلا بمقدار ما قد يسهم به بشراء بعض الصكوك، فهو رب مال بما أسهم به، بالإضافة إلى أن المضارب شريك في الربح بعد تحققه بنسبة الحصة المحددة له في نشرة الإصدار، وتكون ملكيته في المشروع على هذا الأساس.

وأن يد المضارب على حصيلة الاكتتاب في الصكوك وعلى موجودات المشروع هي يد أمانة لا يضمن إلا بسبب من أسباب الضمان الشرعية.

٣- **مع مراعاة الضوابط السابقة في التداول:** يجوز تداول صكوك المقارضة في أسواق الأوراق المالية، إن وجدت بالضوابط الشرعية، وذلك وفقاً لظروف العرض

والطلب ويخضع لإرادة العاقدين. كما يجوز أن يتم التداول بقيام الجهة المصدرة في فترات دورية معينة بإعلان أو أيجاب يوجه إلى الجمهور تلتزم بمقتضاه خلال مدة محددة بشراء هذه الصكوك من ربح مال المضاربة بسعر معين، ويحسن أن تستعين في تحديد السعر بأهل الخبرة، وفقاً لظروف السوق والمركز المالي للمشروع. كما يجوز الإعلان عن الالتزام بالشراء من غير الجهة المصدرة من مالها الخاص، على النحو المشار إليه.

٤- لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على نص بضمان عامل المضاربة رأس المال أو ضمان ربح مقطوع أو منسوب إلى رأس المال، فإن وقع النص على ذلك صراحة أو ضمناً بطل شرط الضمان واستحق المضارب ربح مضاربة المثل.

٥- لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار ولا صك المقارضة الصادر بناء عليها على نص يلزم بالبيع ولو كان معلقاً أو مضافاً للمستقبل. وإنما يجوز أن يتضمن صك المقارضة وعداً بالبيع وفي هذه الحالة لا يتم البيع إلا بعقد بالقيمة المقدرة من الخبراء وبرضا الطرفين.

٦- لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار ولا الصكوك المصدرة على أساسها نصاً يؤدي إلى احتمال قطع الشركة في الربح فإن وقع كان العقد باطلاً.

ويترتب على ذلك:

- عدم جواز اشتراط مبلغ محدد لحملة الصكوك أو صاحب المشروع في نشرة الإصدار وصكوك المقارضة الصادرة بناء عليها.

أ- أن محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد عن رأس المال وليس الإيراد أو الغلة. ويعرف مقدار الربح، إما بالتنضيض أو بالتقويم للمشروع بالنقد، وما زاد عن رأس المال عند التنضيض أو التقويم فهو الربح الذي يوزع بين حملة الصكوك وعامل المضاربة، وفقاً لشروط العقد.

ب- أن يعد حساب أرباح وخسائر للمشروع وأن يكون معلناً وتحت تصرف حملة الصكوك.

٧- يستحق الربح بالظهور، ويملك بالتنضيض أو التقويم ولا يلزم إلا بالقسمة. وبالنسبة للمشروع الذي يدر إيراداً أو غلة فإنه يجوز أن توزع غلته، وما يوزع على طرفي العقد قبل التنضيض (التصفية) يعتبر مبالغ مدفوعة تحت الحساب.

٨- ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار على إقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة، إما من حصة حملة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيض

دوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال.

٩- ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين، على أن يكون التزاما مستقلاً عن عقد المضاربة، بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطاً في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لحملة الصكوك أو عامل المضاربة الدفع ببطلان المضاربة أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بها بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به، بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد.

المراجع

- ابـــن قدامـــه، أبي محمـــد(د.ت)المغـــني علـــى مختـــصر المقنـــع، دار الكتـــاب العربي، بيروت، ١٠٩/٥
- أبو زيد رضوان(١٩٧٨)، الشركات التجارية في القانون الكويتي المقارن، دار الفكر العربي ، القاهرة، ط١، ص ٤٠٣
- الجارجي، معبد ، عبد العظيم أبو زيد، (١٤٣٠)، الصكوك: قضايا فقهية واقتصادية، الدورة التاسعة عشر ، الشارقة ، مجمع الفقه الإسلامي
- حسان، حسين حامد(١٤٣٠)، الصكوك الاستثمار الإسلامي، الدورة التاسعة عشر ، الشارقة ، مجمع الفقه الإسلامي
- رضوان، سمير(٢٠٠٥)، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، بيروت، ص.ص.٧٦- ٩٣
- القري، محمد علي(١٤٣٠)، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، الدورة التاسعة عشر ، الشارقة ، مجمع الفقه الإسلامي
- مجمع الفقه الإسلامي العالمي في دورة مؤتمره السابعة (١٤١٢هـ ١٩٩٢م).

- Bryan,Lawell(1992),Structured Securitized Credit :A superior Technology for lending, New Development in commercial Banking Ed.Donald Chew,BlackWell, P.P. 63-69
- Fabozzi,Frank J.(1995),Investment Management, Prentice Hall International, P.P.12-13
- http://www.arrouiah.com/node/39411 الجمعة، ٢٢ أغسطس ٢٠٠٨،
- http://www.moody,s.com